

BCCR

PROGRAMA MONETARIO 2005-2006



BANCO CENTRAL de COSTA RICA

Enero 2005

Junta Directiva

Presidente

Dr. Francisco de Paula Gutiérrez Gutiérrez

Ministro de Hacienda

MBA Federico Carrillo Zürcher

Vicepresidente

Dr. Luis Mesalles Jorba

Directores

MAE Manrique Constenla Umaña

MAE Jorge Alfaro Alfaro

Licda. Hilda Pepita Echandi Murillo

MEE. José Eduardo Angulo Aguilar

El artículo 14, inciso 6), de la Ley Orgánica del Banco Central de Costa Rica (Ley 7558) establece la obligatoriedad de que la Institución publique, en el mes de enero de cada año, el Programa Monetario que se propone ejecutar a fin de procurar la consecución del objetivo que le asigna la ley constitutiva.

En cumplimiento de lo anterior, se presenta el “Programa Monetario 2005-2006”, el cual contiene un diagnóstico de la situación económica reciente así como las acciones de política que en materia monetaria y cambiaria pretende ejecutar el Banco Central en los próximos dos años.

CONTENIDO

| | |
|--|-----------|
| 1. La política monetaria en el 2004 | 1 |
| 2. Entorno económico | 3 |
| 2.1. Contexto internacional | 3 |
| 2.2. Precios internos | 4 |
| 2.3. Situación monetaria y financiera | 5 |
| 2.4. Oferta y demanda agregadas | 9 |
| 2.5. Situación financiera del sector público global reducido | 11 |
| 2.6. Balanza de pagos, flujos de capital y tipo de cambio | 14 |
| 3. Estrategia de política y pronósticos | 17 |
| 3.1. Objetivos del Programa Monetario 2005-2006 | 17 |
| 3.2. Perspectivas para el bienio 2005-2006 | 17 |
| 3.3. Medidas de política | 23 |
| Anexo | 25 |

1. La política monetaria en el 2004

De acuerdo con lo establecido en su ley constitutiva, el Banco Central de Costa Rica tiene como tarea prioritaria procurar la estabilidad del poder adquisitivo del colón. Ello implica alcanzar inflaciones bajas y estables, bajo la premisa de que es la mejor contribución que el Ente Emisor puede hacer para crear un entorno propicio para el desempeño adecuado de la actividad económica.

En enero del 2004 la Junta Directiva de la Institución¹ anunció que la política monetaria se conduciría con el fin de alcanzar al término del año una inflación anual de 9%, medida por el Índice de Precios al Consumidor. Además contempló acciones en procura de reducir el déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos como proporción del producto interno bruto (4,5%) en relación con lo observado en los dos años previos. Esta estimación partió de un déficit comercial más bajo pero también de un menor flujo de financiamiento externo, por lo que se programó una pérdida de reservas monetarias internacionales netas.

En esa ocasión el ejercicio se sustentó en los siguientes supuestos: i) la recuperación de la actividad económica mundial en un contexto de baja inflación (con un precio promedio del cocktail de hidrocarburos de \$28 por barril y de otras materias primas relativamente bajas); ii) un crecimiento de la actividad económica costarricense de 4,4% (4,3% sin Industria Electrónica de Alta Tecnología) sustentado en buena medida en una mayor demanda externa; iii) un déficit del sector público global reducido de 4,1% del producto (3,3% para el Gobierno, -0,7% para el Resto del sector público y 1,5% para el BCCR) y iv) agregados monetarios creciendo a una tasa menor que la variación anual del PIB nominal.

Sin embargo, a mediados de año, el Directorio replanteó el Programa Monetario², dado el efecto adverso que los más altos precios del petróleo y de otras materias primas en los mercados internacionales estaban teniendo tanto en la inflación interna como en el déficit de cuenta corriente. En ese momento los pronósticos de crecimiento del Índice de Precios al Consumidor (IPC) para el 2004 se ubicaron en un 11%, dos puntos porcentuales por encima de lo contemplado en el programa original, y el déficit en cuenta corriente en un 5% del producto.

Si bien en la revisión del Programa Monetario se tenía claro que el comportamiento de estas variables estaba altamente influenciado por factores de índole externo (principalmente el alto incremento de los precios de materias primas en el mercado internacional), la Junta Directiva consideró necesario tomar medidas de carácter precautorio para evitar que en los siguientes meses se agudizaran los desbalances mencionados.

¹ El Programa Monetario fue aprobado mediante artículo 7 del Acta de la Sesión 5182, celebrada el 14 de enero del 2004.

² La revisión del Programa Monetario fue aprobada en artículo 6 del Acta de la Sesión 5208-2004, celebrada el 26 de julio del 2004.

Las políticas del Banco Central estuvieron dirigidas al control de la liquidez y a mejorar la posición externa, entre ellas, destacan las siguientes:

- Aumento de la tasa de encaje mínimo legal en dos puntos porcentuales tanto para obligaciones denominadas en moneda nacional como extranjera. El 1° de setiembre del 2004 se ajustó un punto porcentual y el 1° de octubre del mismo año otro punto porcentual. En vista de que el encaje permite aminorar el ritmo de expansión de la liquidez y del crédito, la medida buscó contribuir a alcanzar un objetivo de estabilidad de corto plazo, dada la limitación que impone el desequilibrio fiscal (incluido el del BCCR) a la efectividad de la política monetaria. El efecto del aumento del porcentaje de encaje y el incremento en los pasivos sujetos a encaje implicó un traslado de recursos por parte de los intermediarios financieros al Banco Central de ₡52.317 millones y \$163,9 millones en el 2004.
- Aumento gradual en las tasas de interés bruta de política del Banco Central (ICP a 30 días), desde un 11,68% en febrero a 14,00% al término del 2004, lo que le ayudó a regular la liquidez en forma congruente con las metas monetarias establecidas en su Programa Monetario.
- A partir del 27 de julio del 2004 el Banco Central aumentó la pauta de variación diaria del tipo de cambio del colón en relación con el dólar estadounidense, de ₡0,15 a ₡0,17. El aumento en la pauta, ayudado por la depreciación del dólar con respecto al euro y otras monedas fuertes, permitió que a pesar del incremento en el índice de precios al productor, no se produjera una apreciación real significativa de la moneda local durante el 2004.
- El Banco Central renovó parcialmente los vencimientos de Certificados de Depósito a Plazo en dólares. A pesar de ello y de que el Instituto Emisor canceló deuda externa, las RIN en poder de la Institución aumentaron en \$81,8 millones en el año. En el 2004 se canceló anticipadamente el saldo de los bonos Brady serie B por \$214,1 millones³ y se hicieron pagos de deuda al Fondo Latinoamericano de Reservas (FLAR) y el Banco Interamericano de Desarrollo (BID) por un monto cercano a los \$50 millones.
- Capitalización parcial⁴ y recuperación de créditos asumidos por el Gobierno (originados en la liquidación del extinto Banco Anglo Costarricense y los Bonos Deuda Interna de CODESA series 255 y 263) por un monto de ₡105.245,0 millones.

³ Esta operación le significó una mejora en las condiciones financieras de la deuda en dólares, toda vez que los bonos Brady tenían un costo de 6,25% más un premio por recuperación de valor de 2% anual, en tanto la nueva deuda fue colocada a menos del 6%.

⁴ El artículo 175 bis adicionado a la Ley Orgánica del BCCR (Ley 7558) con la ley 8116 del 2001 contempla el traslado de recursos del Ministerio de Hacienda al BCCR hasta por ₡180.000 millones, para atender pasivos constituidos por el Ente Emisor bajo la figura de Bonos de Estabilización Monetaria. La Ley de Presupuesto Ordinario y Extraordinario de la República del 2004 contempló ₡105.245 millones para amortizar al BCCR las pérdidas cuasifiscales, tomados de los fondos que ingresaron a finales de enero, provenientes de la colocación de títulos en los mercados internacionales (\$250 millones).

A continuación se presenta un resumen con los principales resultados macroeconómicos del 2004.

2. Entorno económico

2.1. Contexto internacional

En el 2004 la economía mundial creció fuertemente en un ambiente de relativa estabilidad de precios, a pesar de los incrementos en las cotizaciones del petróleo, las materias primas y en las tasas de interés.

Las estimaciones del Fondo Monetario Internacional ubican el crecimiento de la economía mundial para el 2004 en 5,0%, el más alto de los últimos veintiocho años, liderado por la actividad económica de los Estados Unidos, China y el resto de naciones asiáticas. El crecimiento económico de los principales socios comerciales de Costa Rica se ubica en 3,8%.

La inflación internacional fue relativamente estable no obstante los significativos incrementos en los precios del petróleo y materias primas. En ese contexto se dio un alza en las tasas de interés internacionales, motivadas por las decisiones de la Reserva Federal de los Estados Unidos para ubicar el precio del dinero en niveles "normales" dadas las tasas reales negativas registradas. Asimismo, en este año la economía estadounidense presentó importantes desequilibrios en las finanzas públicas y en la balanza de pagos, los cuales contribuyeron a alimentar las expectativas de depreciación del dólar en los mercados de divisas.

Cuadro 1

| Evolución del PIB e Inflación de los Principales Socios Comerciales de Costa Rica | | | | | | | | | | |
|---|-----------------|----------------|------------|------------|------------|-----------------|----------------|------------|------------|------------|
| | Crecimiento PIB | | | | | Inflación (IPC) | | | | |
| | 2003 | 2004 | | 2005 | 2006 | 2003 | 2004 | | 2005 | 2006 |
| | | Prog. Julio 04 | | | | | Prog. Julio 04 | | | |
| Estados Unidos | 3,0 | 4,6 | 4,3 | 3,5 | 3,0 | 2,3 | 2,3 | 3,0 | 3,0 | 2,2 |
| Socios Europeos | 0,6 | 1,9 | 2,6 | 2,1 | 2,2 | 1,9 | 1,6 | 1,9 | 1,7 | 2,0 |
| Centroamérica | 2,2 | 3,1 | 3,1 | 3,2 | 3,9 | 5,4 | 4,6 | 8,1 | 4,6 | 4,5 |
| Resto de América | 1,1 | 4,2 | 4,2 | 3,4 | 3,7 | 4,4 | 2,9 | 4,1 | 4,0 | 4,0 |
| Japón | 2,2 | 3,4 | 4,4 | 2,3 | 1,8 | -0,2 | -0,4 | -0,2 | -0,1 | 0,0 |
| Total Socios | 2,1 | 3,7 | 3,8 | 3,1 | 3,0 | 3,3 | 2,4 | 3,5 | 3,4 | 2,9 |
| Total Mundial | 3,9 | 4,6 | 5,0 | 4,3 | 3,3 | 3,7 | 3,5 | 3,8 | 3,3 | 2,9 |

Fuente: FMI (WEO octubre 2004), CEPAL y bancos de inversión.

El Producto Interno Bruto de los Estados Unidos en el 2004 mostró un crecimiento de 4,3%, impulsado básicamente por el gasto de consumo privado y las inversiones de capital, con una reducción en el desempleo. Las naciones de la Zona del Euro crecieron 1,9% en ese año en tanto que las economías asiáticas emergentes registraron 8%, destacando China, India y Japón con 9,0%, 6,4 % y 4,4%, en ese orden. Las economías latinoamericanas crecieron 4,6%, ayudadas por los mayores precios del petróleo y las materias primas, además de la mayor demanda externa.

El precio medio del petróleo crudo WTI en el 2004 fue 33% superior al de un año antes, consecuencia, según los analistas, de que los países productores de crudo operaron cerca del límite de su capacidad productiva al tiempo que la demanda mundial creció más rápidamente de lo esperado. Además, durante el año surgieron problemas en la producción de grandes suplidores de éste

como Irak, Rusia, Nigeria, entre otros, que llevó a una significativa inestabilidad de precios.

2.2. Precios internos

La inflación, medida por el Índice de Precios al consumidor (IPC) alcanzó en el 2004 una tasa del 13,1%, mayor en poco más de dos puntos porcentuales a la prevista en la revisión del Programa Monetario y superior al crecimiento de los precios internos de los últimos ocho años. Por su parte la tasa acumulada del Índice Subyacente de Inflación (ISI) alcanzó en el año un 11,0% tasa superior en 2,1 puntos porcentuales a la del 2003.

El análisis de las causas de la inflación interna en el 2004 permite deducir que ésta no obedeció a desequilibrios en el mercado monetario, pues en ese año el Banco Central ejecutó una política monetaria activa que le permitió controlar adecuadamente el crecimiento del crédito y de los medios de pago, variables que experimentaron aumentos conforme lo previsto en la programación. Los siguientes hechos confirman que en el 2004 el aumento en la inflación no tiene orígenes monetarios:

- Como resultado de la política monetaria aplicada, que implicó aumentos en las tasas de interés y en el encaje mínimo legal, y de notables esfuerzos realizados por el fisco en la contención del gasto público, no se presentaron presiones por el lado de la demanda interna. Para el 2004 se estima un crecimiento real en el consumo final de los hogares de un 3,0%, inferior en 0,3 p.p al del año previo cuando la inflación fue menor del 10%.
- El crecimiento de los precios no fue generalizado, durante la mayor parte del año los crecimientos interanuales del IPC, excluyendo los bienes y servicios regulados y agrícolas, fueron de un dígito.
- Adicionalmente, es importante tener en cuenta que el aceleramiento de la inflación en el 2004 no solo se presentó en Costa Rica. Las economías del Istmo Centroamericano experimentaron incrementos en la tasa de inflación promedio, al pasar de 5,4% en 2003 a un 8,1% en 2004. Lo anterior como resultado principalmente del efecto de los mayores precios internacionales del petróleo y de otros productos importados.

Esta situación también se presentó en otros países de América Latina, donde igualmente se hace referencia al impacto del incremento de precios de "commodities" sobre los precios internos. Por ejemplo en Brasil, la meta de inflación era 5,5%, sin embargo la tasa de inflación acumulada en el 2004 se situó en 7,5%, diferencia que se atribuye principalmente a los precios del petróleo. En Perú el aumento del nivel de precios se ubicó por encima del límite máximo de la banda programada, en gran parte por los altos precios del trigo, aceite de soya y petróleo, que explican alrededor del 37% de la inflación acumulada. En México, la disciplina monetaria no evitó que la inflación fuese mayor que el límite superior de la banda (centrada en 3,0%), debido a los efectos de las elevadas cotizaciones internacionales de ciertas materias primas y del petróleo.

- Los medios de pago registraron crecimientos por debajo de lo previsto e incluso mostraron tasas de variación inferiores al crecimiento del PIB nominal y de la inflación. Un comportamiento detallado de éstos se presenta en una sección posterior.

El repunte de la inflación en el 2004 es atribuible más bien a factores ajenos al control del Banco Central, en el corto plazo. Entre ellos cabe mencionar perturbaciones en la oferta de bienes agrícolas, ajustes de tarifas de algunos servicios básicos según modelos de costos y aumentos en los precios de bienes importados. En efecto, el incremento en los precios de los bienes agrícolas aportó un 25,4% a la diferencia en la inflación acumulada entre el 2004 y el 2003, mientras que los servicios afectados por movimientos irregulares (agua, electricidad y servicios domésticos) y bienes impactados directamente por las cotizaciones internacionales de materias primas contribuyeron con un 28,0% y 30,3%, respectivamente.

Por su parte el aumento en la tasa de crecimiento del ISI, que mide de mejor manera la inflación estructural, obedeció, en buena medida, al comportamiento de los precios de los bienes influidos por el encarecimiento de las materias primas importadas. En el 2004 los precios de los bienes experimentaron variaciones 2,8 p.p. por encima de la tasa acumulada a igual periodo del año anterior, aportando alrededor de 8,7 p.p. a la tasa acumulada. Contrario a lo anterior, los servicios experimentaron una variación similar a la observada en diciembre del 2003 (8,9%).

2.3. Situación monetaria y financiera

2.3.1. Liquidez y crédito del Sistema Bancario Nacional

La liquidez del Sistema

En el 2004 los agregados monetarios restringidos tuvieron un comportamiento moderado, por debajo del crecimiento previsto en el Programa, con tasas de crecimiento menores a la variación del PIB nominal, en tanto que los agregados monetarios más amplios mostraron aumentos significativos. No obstante, esta última situación no originó un desequilibrio monetario, pues lo que ocurrió fue una recomposición del ahorro financiero desde fondos de inversión hacia instrumentos del Sistema Bancario Nacional y un traslado de títulos de entidades financieras no bancarias hacia el Sistema Bancario.

Cifras preliminares al cierre del 2004 reflejan un crecimiento de la emisión monetaria y del medio circulante de 0,9% y 3,1%, en ese orden, muy bajas en relación con las observadas en años previos. En términos del promedio de saldos diarios, el saldo de estos indicadores creció a una tasa media anual de 10,8% y 14,1% respectivamente. Estas tasas son menores a la variación del PIB nominal y reflejan el tono de la política monetaria que aplicó la Institución a lo largo del año.

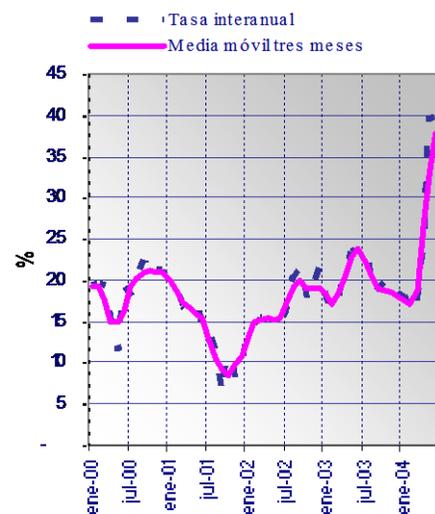
En el caso de la base monetaria, su relativamente alta tasa de crecimiento no es reflejo de una política monetaria expansiva sino todo lo contrario, obedece, por una parte a un incremento en los requisitos de encaje y, por otra parte, al

aumento considerable de los pasivos sujetos a encaje, ante el traslado de recursos desde los fondos de inversión. El efecto contractivo se puede observar en el comportamiento que mostró el multiplicador bancario del medio circulante, que se redujo de 1,85 en diciembre del 2003 a 1,6 en diciembre del 2004.

Por su parte, el M2 y el M3 crecieron en términos nominales más de lo previsto. Ello obedeció, a los desplazamientos de cartera, principalmente en abril y mayo, provocados por la liquidación parcial, pero importante, de fondos de inversión y de pensión.

En respuesta a lo ocurrido en las carteras administradas de inversión y de pensión, los ahorrantes trasladaron parte de los recursos liquidados en esas figuras hacia depósitos bancarios, muchos en procura de un rendimiento seguro⁵, y otros, en espera de que el mercado retornara a su comportamiento normal. La reversión de este fenómeno ha sido parcial y la banca todavía mantiene una porción importante de los fondos trasladados, particularmente en figuras a plazo (en ambas monedas). Así, la liquidez total del Sistema Bancario Nacional registró un crecimiento anual de 34,9%, de las tasas más altas del último quinquenio. Sin embargo ello no implicó un aumento efectivo de la riqueza financiera del sector privado, pues su tasa de crecimiento (15,0%) resultó ligeramente mayor a la observada al término del 2003 (14,6%).

Gráfico 1
Crecimiento del M3
(Tasas de variación interanual)



Como se aprecia en el cuadro 1 del anexo, en el 2004 la captación bancaria, particularmente bajo la forma de pasivos cuasimonetarios aumentó significativamente respecto al año previo. La participación relativa de las operaciones en dólares dentro del M3 aumentó en ese año alrededor de cinco puntos porcentuales, en detrimento de agregados más estrechos, como el M1.

Lo ocurrido en la captación bancaria no originó un desequilibrio monetario y por ende es de esperar que no haya generado presiones sobre la demanda interna, pues buena parte de esos recursos fueron constituidos con fondos provenientes de la liquidación de carteras administradas (cuya finalidad básicamente es ahorro) y, por otra, la banca comercial destinó una porción notoria de los nuevos recursos a la adquisición de los títulos liquidados por las carteras administradas de inversión, presentándose un cambio en la composición de los tenedores de la deuda pública y no un nuevo financiamiento.

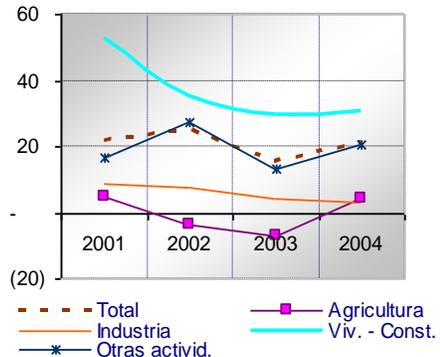
⁵ Estos instrumentos no están sujetos a la valoración a precios de mercado.

Principales contrapartidas del M3

En el 2004 las contrapartidas del M3 presentaron variaciones notables, tanto a nivel del componente interno como externo. Particularmente destacan los siguientes:

- El principal rubro de los Activos Internos Netos (AIN) es el crédito concedido por la banca comercial al sector privado. El saldo de crédito representó alrededor de un 60% del M3. Particularmente sobre el crédito al sector privado se tiene lo siguiente:
 - a. En el 2004 el crédito creció a una tasa en torno al 18%, menor a lo observado un año atrás. De dicha tasa, poco más de diez puntos porcentuales se explicaron por las operaciones en moneda nacional.
 - b. Excluido el efecto cambiario de la variación en el tipo de cambio, este indicador registró un crecimiento anual de 12,0%, en línea con lo previsto en el ejercicio de programación y menor al observado en igual período de años anteriores (también excluido el efecto cambiario).
 - c. El flujo efectivo de crédito⁶ ha mostrado tasas de variación positivas en los últimos dos años, no obstante, éstas son menores a la variación del PIB nominal.
 - d. Existen considerables diferencias entre sectores, así por ejemplo, los préstamos concedidos al "consumo, servicios y préstamos personales"⁷ al igual que al rubro "vivienda y construcción" continúan siendo los principales destinos de los recursos bancarios⁸.
- El cambio en los Activos Externos Netos del SBN en el 2004 reflejó, por un lado la constitución de reservas internacionales por parte del BCCR muy por encima de lo previsto⁹ y, por otro la cancelación anticipada por parte del Ente Emisor de los Bonos Brady serie B y de otras obligaciones externas.
- Por último, pero no por ello de menor importancia, contrario a lo ocurrido el año previo, el saldo de las Operaciones de Mercado Abierto realizadas con el sector no bancario registró una caída. Este comportamiento estuvo

**Gráfico 2. Crédito sector privado
Crecimiento interanual a octubre
de cada año (%)**



⁶ En el caso de la moneda extranjera el flujo anual (en dólares) se valoró al tipo de cambio promedio del año.

⁷ Comprendidos en el grupo de "Otras Actividades".

⁸ En el primero de los casos crecieron a tasas en torno al 20%, manteniendo cerca del 60% del saldo de financiamiento otorgado al sector privado, en tanto que el crédito a "vivienda y construcción" ha sido mucho más dinámico y concentra alrededor de una tercera parte de esta cartera.

⁹ El BCCR acumuló RIN por \$81,8 millones en el 2004, mientras el ejercicio de programación había supuesto una pérdida de \$200 millones.

determinado, principalmente por: i) la capitalización parcial que hizo el Gobierno al Banco Central al amparo de lo dispuesto en el artículo 175 bis de la Ley 7558, y ii) el alto nivel de depósitos por encaje en dólares (dado el ya comentado comportamiento de la captación bancaria) situación que redujo la necesidad de la Institución de colocar títulos en dólares. Estos elementos explican en parte, la reducción del déficit del Banco Central, que expresado en términos del producto pasó de un 1,6% en el 2003 a un 1,3% un año después.

2.3.2. Control de la liquidez por parte del BCCR

Durante el 2004 el promedio de saldos diarios de la base monetaria mostró un crecimiento medio anual de 19,7%, inferior en cinco puntos porcentuales al observado el año previo.

Durante este período las principales fuentes de creación de dinero fueron el déficit de la Institución y la constitución de reservas internacionales¹⁰. El efecto expansivo de estas operaciones fue parcialmente compensado por el aumento en los depósitos de las entidades por efecto de los mayores requisitos de encaje, así como un incremento en el saldo de OMA¹¹, en buena medida constituido bajo la figura de Inversiones de Corto Plazo. Las principales medidas tomadas por el Banco Central para el manejo de la liquidez fueron:

- a. Incrementó la tasa de encaje de un 10% a un 12% tanto para obligaciones en colones como en dólares. El ajuste fue de un punto porcentual a partir de setiembre del 2004 y de otro punto en octubre de este mismo año.
- b. Las OMA continuaron como principal instrumento de control monetario. Alrededor del 70% de la absorción total fue realizada con este instrumento. Dentro de las OMA las inversiones de corto plazo (ICP) mostraron mayor dinamismo que el registrado por las colocaciones a plazos más largos, producto, entre otros de:
 - La renovación parcial de los vencimientos de títulos cupón cero del BCCR y del Ministerio de Hacienda en la subasta del 5 de abril, cuando la asignación representó cerca de dos terceras partes del monto ofrecido. Esta situación generó una disponibilidad importante de fondos en el mercado financiero, neutralizada en buena medida bajo la figura de ICP.
 - La mayor demanda por depósitos bancarios en el 2004 presentó una importante concentración en instrumentos a plazos cortos y de exigibilidad inmediata. Los intermediarios buscaron como contrapartida figuras altamente líquidas como las ICP.

¹⁰ Una de las principales fuentes de acumulación de reservas internacionales ha sido la compra neta de divisas en el Mercado Organizado de Negociación Electrónica de Divisas (Moned), así como la venta directa de divisas que han hecho los bancos comerciales fuera de dicho mercado.

¹¹ Hace referencia al total de OMA, y comprende las colocadas en el sector bancario como no bancario.

- Expectativas de aumento en tasas de interés internas, ante alzas en las tasas de interés internacionales.
- La redención anticipada de ₡25.000 millones de BEM a plazos superiores de un año, medida que se comentará más adelante.

En materia de OMA las principales acciones de política tomadas por el Banco Central fueron las siguientes:

b.1. En febrero decidió utilizar la tasa de interés bruta de ICP a 30 días como tasa de política, fijándola en 11,68%¹². La medida buscó facilitar la intervención de la Institución en los mercados de dinero y el envío de señales de política. Posterior a esa fecha ha incrementado en varias ocasiones esta tasa, con el fin de ajustarla al comportamiento de las tasas de interés internacionales y restituir el premio por ahorrar en moneda nacional. Al cierre del 2004 el indicador se ubicó en 14,0%.

b.2. En mayo compró anticipadamente ₡25.000 millones del saldo en circulación de tres emisiones estandarizadas de BEM con vencimiento a más de un año plazo. Con esta operación buscó devolver al sistema financiero los recursos absorbidos de más por medio del aumento en los depósitos por encaje, derivado a su vez del incremento en la captación bancaria por el traslado de recursos de los fondos de inversión. Con ello procuró evitar que el “nerviosismo” imperante en el mercado de valores tuviera un efecto contagio en la estabilidad del sistema financiero.

2.4. Oferta y demanda agregadas

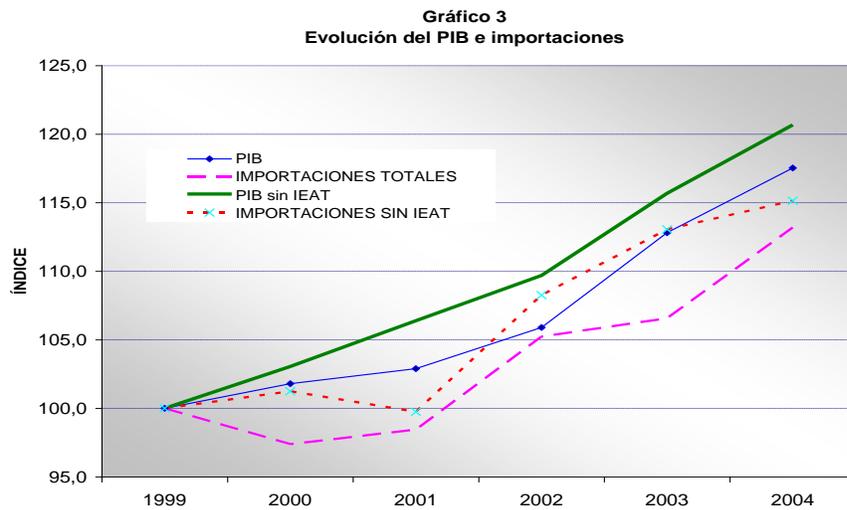
En el 2004, la oferta agregada (OA) se estima creció a un ritmo de 4,9%, comportamiento principalmente influido por la evolución del producto interno bruto, el cual aumentó en un 4,2% y aportó 2,8 puntos porcentuales al crecimiento de la OA. Por su parte, las importaciones de bienes y servicios crecieron en un 6,2% y aportaron 2,1 p.p. al crecimiento de la oferta agregada. Excluida la Industria Electrónica de Alta Tecnología (IEAT), la tasa de variación de la OA en el año 2004 estuvo determinada principalmente por la evolución de la producción (4,4%).

Tanto el Índice Mensual de Actividad Económica (IMAE) del lapso comprendido entre enero y octubre, como la reciente proyección del Producto Interno Bruto (PIB), señalan que la actividad productiva del país en el 2004 creció a una tasa ligeramente mayor al 4% (4,3% según tendencia ciclo del IMAE y 4,2% según proyección del PIB). Por su parte, sin la IEAT, el crecimiento económico es un poco mayor en razón del estancamiento en la producción de esa Industria (4,6% en el IMAE según tendencia ciclo y 4,4% según proyección del PIB).

¹² Además, dejó establecido que las tasas de interés para las OMA a plazos mayores de 30 días estarán en función de las necesidades de captación del Banco Central, de los rendimientos vigentes para estos títulos en mercado secundario y de las condiciones macroeconómicas vigentes. Con anterioridad existía una estructura de tasas de interés de referencia para los distintos plazos de colocación de OMA.

En el 2004 y, en general, en los últimos cuatro años, el PIB ha mostrado un mayor dinamismo que las importaciones de bienes y servicios, en respuesta al incremento en la demanda externa de bienes (manufacturados y agrícolas) y servicios (turismo receptor) y en menor medida para satisfacer la demanda interna por nuevas construcciones, así como por servicios de transportes y comunicaciones, comerciales y de intermediación financiera.

El crecimiento de las compras externas totales en el 2004 respondió principalmente al comportamiento de las importaciones de materias primas por parte de la IEAT y, en menor medida, a los requerimientos de insumos por parte de las industrias exportadoras, en especial de las Zonas Francas (excluida la IEAT), así como de las empresas del régimen regular que venden parte de su producción en el mercado centroamericano.



En los últimos cinco años, la demanda agregada ha estado determinada principalmente por la evolución de la formación bruta de capital total y las exportaciones de bienes y servicios. En el 2004 la demanda externa por bienes y servicios es el componente más dinámico y explica en un 47% el comportamiento señalado en la OA. Es decir, la mayor demanda externa (6,8% de incremento en términos reales) incidió en el aumento en la importación de materias primas requeridas por las industrias exportadoras y por ende también influyó en el comportamiento del PIB, principalmente en el valor agregado de las industrias exportadoras. Las exportaciones de bienes por parte de los regímenes especiales (Zonas Francas sin la IEAT y Perfeccionamiento Activo), de productos agrícolas y de productos manufacturados no amparados a regímenes especiales cuyo principal destino es Centroamérica, son los que dieron la pauta en las ventas al exterior¹³.

La recuperación económica de Estados Unidos, la mayor demanda de alcohol para combustible, la introducción de nuevas variedades en productos agrícolas

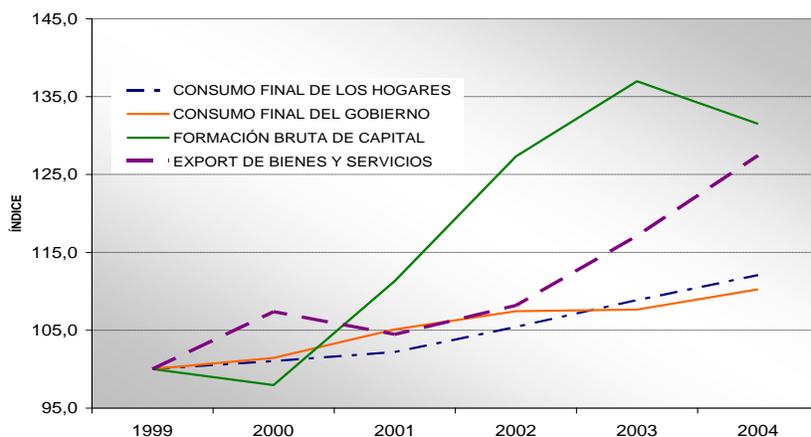
¹³ Los productos que se destacaron son los siguientes: antenas para celulares, otros amplificadores de alta o media frecuencia, instrumentos de uso intravenoso para infusión y transfusión, alcohol, piña, melón, yuca, medicamentos, conductores eléctricos, pañales para bebé, salsas (excepto la de tomate) y fungicidas.

y el mayor dinamismo en las economías centroamericanas, son las principales razones que explican la mayor exportación de bienes. La evolución de las exportaciones de servicios se debió al incremento de turistas no residentes que ingresan al país, producto de los esfuerzos del Gobierno por mejorar la infraestructura, las campañas de promoción turística a nivel internacional que ha realizado el Instituto Costarricense de Turismo, y la mayor cantidad de aerolíneas, vuelos y rutas, tanto por el nuevo aeropuerto de Liberia como por el Juan Santamaría.

En el año en comentario, el consumo de bienes y servicios finales por parte de los hogares ha contribuido al crecimiento de la OA en un 29%, al aumentar un 3,0%, ligeramente por encima del crecimiento poblacional, ello debido a las compras de servicios de telecomunicaciones que han mostrado durante el 2004 mucho dinamismo (12% de incremento), y a la mayor compra de bienes de origen importado (3,7%), lo cual refleja el proceso de mayor apertura comercial. Este comportamiento del consumo final de los hogares es consistente con la evolución del ingreso nacional disponible.

El ingreso primario real derivado de la mayor producción interna se disminuyó en cerca de un 25%, debido a la pérdida en los términos de intercambio, en razón del aumento significativo en los precios del petróleo y sus derivados, de otras materias primas como el acero, trigo, arroz en granza, frijol de soya y agroquímicos, entre otros, los cuales también influyeron de manera relevante en el comportamiento de los indicadores de precios internos. La evolución de esos factores provocó una desaceleración de casi 2 p.p. en el ingreso nacional disponible bruto real, cuya tasa de crecimiento fue de un 2,6%.

Gráfico 4
Evolución de los principales componentes de demanda sin la IEAT



2.5 Situación Financiera del Sector Público Global Reducido

Al cierre de octubre del 2004, el sector público global (SPG) mostró un menor déficit en comparación con el mismo período del 2003, situación que las autoridades de Hacienda esperan se mantenga al finalizar el 2004. Esta mejora en la situación financiera del SPG fue impulsada principalmente por el desempeño de las instituciones autónomas y en particular, por el superávit

generado por la Caja Costarricense de Seguro Social (CCSS). Asimismo, es destacable el esfuerzo realizado por el Gobierno, que generó un déficit similar al del año previo, pese a no haber contado con ingresos extraordinarios tales como los generados por el Plan de Contingencia Fiscal vigente en el 2003.

Cuadro 2
Resultado Financiero del Sector Público Global Reducido
cifras acumuladas como porcentaje del PIB

| | Octubre | | Diciembre | |
|---|---------|-------|-----------|--------------------|
| | 2003 | 2004 | 2003 | 2004 ^{1/} |
| Total Sector Público Global | -3,56 | -3,07 | -4,29 | -3,90 |
| Banco Central de Costa Rica | -1,30 | -1,11 | -1,57 | -1,30 |
| Sector Público No Financiero | -2,26 | -1,96 | -2,72 | -2,60 |
| Gobierno Central | -2,28 | -2,27 | -2,87 | -3,00 |
| Resto del Sector Público no Financiero | 0,02 | 0,31 | 0,15 | 0,40 |

1/ Estimado

Fuente: Elaboración propia del Área de Estadísticas Monetarias y Fiscales con información

suministrada por el Ministerio de Hacienda e instituciones públicas.

La evolución de los egresos e ingresos del Gobierno durante el 2004 se vio afectada en gran medida por la disposición del Poder Ejecutivo de fijar un límite al crecimiento de los gastos y por la entrada en vigencia de las modificaciones a la Ley General de Aduanas.

Cuadro 3
Ingresos y gastos totales del Gobierno Central
Variación interanual a octubre de cada año, en porcentajes

| | 2003 | 2004 |
|--|-------------|-------------|
| Ingresos Totales | 17,2 | 14,7 |
| Aduanas | -7,4 | 12,3 |
| Renta | 28,4 | 13,7 |
| Ventas (internas) | 3,8 | 31,9 |
| Consumo (interno) | 0,3 | 1,5 |
| Otros | 128,2 | 14,0 |
| Gastos Totales | 9,6 | 14,6 |
| Sueldos y salarios | 15,1 | 12,9 |
| Bienes y servicios | -24,8 | 54,9 |
| Transferencias | 9,3 | 14,0 |
| Gastos de capital | -25,4 | 19,0 |
| Intereses | 18,1 | 13,6 |
| Deuda Interna | 16,0 | 11,1 |
| Deuda Externa | 27,4 | 23,6 |
| Gastos Totales netos de intereses | 6,6 | 15,1 |

Fuente: Elaboración propia del Área de Estadísticas Monetarias y

Fiscales con información suministrada por el Ministerio de Hacienda.

En adición a la modificación legal antes indicada, los principales aspectos que influyeron en el comportamiento de los ingresos gubernamentales en los primeros diez meses del 2004 fueron:

- El alto crecimiento registrado en la recaudación del impuesto general sobre las ventas internas¹⁴ propiciado, principalmente, por las menores importaciones realizadas en el 2004 por el Instituto Costarricense de Electricidad (ICE)¹⁵ en comparación con el año anterior, pues a raíz de esa situación dicha entidad dedujo del importe recaudado del impuesto de ventas internas un menor monto por concepto del impuesto previamente cancelado en aduanas, lo cual hizo que la recaudación del primer tributo aumentara¹⁶. Asimismo, en este resultado incidieron el mayor dinamismo de la actividad turística, el ajuste en las tarifas de los servicios públicos y el comportamiento de la actividad de la construcción.

En el caso de la actividad turística, a octubre del 2004 se observó un aumento en el número de viajeros de 14,7% con respecto a igual periodo del año anterior y el Índice Mensual de Actividad Hotelera mostró un aumento promedio superior en 10 puntos porcentuales al observado en los primeros diez meses del 2003. En lo que respecta al ajuste tarifario de los servicios públicos, a octubre del 2004 el costo medio de los servicios de electricidad, teléfono y agua aumentó en un 26,3%, porcentaje superior al del año previo (7,4%). Por su parte, la construcción creció cerca de tres puntos porcentuales más que el año anterior, pese al significativo incremento registrado en el precio internacional del acero.

- La recuperación de los impuestos aduaneros, explicada en buena medida por la mayor recaudación por concepto de importaciones de vehículos (14,6% de crecimiento a octubre del 2004) y el alza en el precio de los productos derivados del acero.
- El mayor crecimiento del rubro "Otros ingresos tributarios", resultante, principalmente, del aumento de aproximadamente ₡12.800 millones en la recaudación del impuesto a los combustibles, gravamen que se ajusta trimestralmente con la inflación¹⁷, el crecimiento en el ingreso proveniente del impuesto de salida del país, asociado a la mayor actividad turística antes mencionada (₡3.500 millones más que el año anterior) y los mayores ingresos por impuesto sobre la propiedad de vehículos (alrededor de ₡4.500 millones), como consecuencia del incremento en la flotilla vehicular.

Por el lado del gasto del Gobierno, los principales aspectos que influyeron en su comportamiento son:

- El aumento en el pago de intereses sobre la deuda (₡35.940 millones más que en el 2003),

¹⁴ El impuesto sobre ventas externas está contemplado en el rubro "Aduanas".

¹⁵ A octubre del 2004 el ICE había importado \$90.7 millones, mientras que en el mismo periodo del 2003 realizó importaciones por \$295.4 millones.

¹⁶ La Ley General del Impuesto de Ventas faculta a los contribuyentes a deducir del pago del impuesto sobre ventas internas, en el caso de ciertos bienes, la parte que se paga en aduanas por concepto de impuesto de ventas en el momento en que ingresa el bien en cuestión.

¹⁷ Si bien dicho gravamen consiste en un monto específico que se cobra sobre cada tipo de combustible, el mismo se actualiza cada 3 meses de acuerdo con el porcentaje de inflación.

- El incremento en las transferencias, especialmente a la Caja Costarricense de Seguro Social, al Consejo Nacional de Viabilidad, a las Juntas de Educación y al Fondo de Educación Superior.

El comportamiento indicado de los ingresos y gastos en los primeros diez meses del 2004 dio lugar a un déficit del Gobierno de 2,27% del PIB, porcentaje similar al observado en igual lapso del año anterior. Si se excluyen los intereses, se obtiene un superávit primario equivalente a 1,50% del PIB (0,03 p.p. por debajo de lo observado en igual periodo del 2003). Según estimaciones del Ministerio de Hacienda, al finalizar el 2004, el Gobierno cerrará con un déficit equivalente al 3% del PIB, levemente por encima del resultado del año previo.

El resto del sector público no financiero reducido (RSPNFR)¹⁸ mostró, a octubre del 2004, un superávit de 0,31% del PIB, lo que representa una mejora de alrededor de ₡24.955 millones con respecto al mismo periodo del año anterior. Como se indicó antes, este resultado se explica básicamente por el desempeño de la Caja Costarricense del Seguro Social (0,73% del PIB), superávit que ha más que compensado el déficit generado por el Instituto Costarricense de Electricidad (ICE) y la Refinería Costarricense de Petróleo (RECOPE). En el caso del ICE, el déficit se originó en la compra de bienes y servicios en el área de telecomunicaciones, gastos que se concentraron en el primer trimestre del año. Por su parte, el deterioro en las finanzas de RECOPE se explica por los mayores gastos ocasionados por el alza promedio en el precio internacional del petróleo¹⁹, los cuales no han sido compensados en su totalidad mediante el incremento de tarifas internas, debido a que el mecanismo vigente para ajustar las mismas implica un desfase entre el momento en que aumentan los precios internacionales y el momento en que se ajustan los precios internos.

2.6 Balanza de pagos, flujos de capital y tipo de cambio.

En el 2004, en el entorno económico mundial, ocurrieron eventos tanto favorables como desfavorables para el desempeño económico del país. Entre los factores positivos destacó el dinamismo en la actividad económica mundial y en especial en los Estados Unidos de América, principal socio comercial del país. En contraste, el incremento en el precio de algunas materias primas importadas deterioró la relación de términos de intercambio; además, las tasas de interés internacionales fueron más altas que en el año previo.

El desequilibrio externo resultó inferior al del 2003 y continuó el acceso al ahorro externo por parte de residentes, principalmente bajo la modalidad de inversión extranjera directa. Los activos externos netos en poder del Banco Central aumentaron y la relación saldo de la deuda pública externa/PIB disminuyó. Los elementos más importantes en la evolución del sector externo acontecidos en el 2004 fueron los siguientes:

¹⁸ Incluye una muestra de 4 instituciones del sector público que están bajo el ámbito de la Secretaría Técnica de la Autoridad Presupuestaria.

¹⁹ El precio promedio de cocktail de hidrocarburos pasó de \$34,30 en octubre del 2003 a \$42,94 en igual mes del 2004 (25,2% de crecimiento).

Cuenta Corriente

El déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos al tercer trimestre de 2004 fue de 3,5% del PIB, inferior al 4,0% observado en igual lapso del año precedente. De esta forma, se infiere que al cierre del 2004, el déficit se ubicaría en 4,8%, por debajo del 5,3% observado en el 2003. El mayor dinamismo en la actividad turística y de las ventas externas excluidas las de IEAT, aunados a una disminución en las importaciones del sector público compensaron en parte, la mayor erogación por la factura petrolera y granos básicos. Al respecto se tiene que:

- a. Las ventas externas de mercancías generales crecieron a una tasa de 8,1% explicada por el dinamismo de los productos no tradicionales. Por su parte, las empresas amparadas a los regímenes especiales de comercio exterior redujeron las ventas en 2,5%, lo cual obedeció a los menores envíos de la IEAT toda vez que el resto de zonas francas y el régimen de perfeccionamiento activo incrementaron las ventas en 13% y 6%, respectivamente.
- b. Las importaciones de bienes aumentaron en 8,0% con respecto al 2003. Este comportamiento fue determinado tanto por mayores importaciones de mercancías generales (7,5%) como de zonas francas (9,8%). En el primer grupo de bienes sobresalió el aumento en la factura petrolera²⁰ de casi \$200 millones con respecto al año precedente, parcialmente compensado con menores compras externas del ICE y de la CCSS. Además, otro grupo de productos importados, como los granos básicos, plásticos y sus manufacturas, productos farmacéuticos, entre otros, registraron aumentos importantes sobretodo por mayores precios en los mercados internacionales. Por su parte, pese a la disminución en sus exportaciones, la IEAT incrementó sus compras externas en 4,5% en tanto que las del resto de zonas francas aumentó un 17%.
- c. El aporte neto de la cuenta de servicios aumentó 0,3% del PIB en comparación con el 2003, sobretodo por el dinamismo de la actividad turística y de otros servicios como los de informática e información y otros servicios de apoyo empresarial.
- d. Debido a las menores colocaciones externas de la IEAT, las utilidades distribuidas disminuyeron significativamente con lo que las erogaciones por concepto de renta de factores al exterior, se redujo de 4,9% a 2,6% como proporción del PIB.

Cuenta Financiera

Los flujos netos de capital en el 2004 representaron un 5,5% del producto interno bruto y fueron canalizados principalmente al sector privado (4,7% del PIB). En el financiamiento neto del país sobresalió:

- a. El financiamiento externo neto del sector público registró una disminución de más de \$150 millones con respecto al año precedente. En el rubro de

²⁰ El precio promedio del cóctel aumentó en \$10,2 por barril mientras que la cantidad de barriles un 5,8%.

desembolsos destacó la colocación de \$250 millones de bonos soberanos por parte del Gobierno, los \$60 millones emitidos por el Instituto Costarricense de Electricidad (ICE), los préstamos del ICE con el BID y el BCIE por más de \$100 millones y los recursos solicitados por el Banco de Costa Rica (\$70 millones) al BCIE para adquirir títulos del Gobierno. Con respecto a las amortizaciones, destaca el pago anticipado de los bonos Brady serie B por \$214,1 millones y los pagos al FLAR y al BID por un monto cercano a los \$50 millones por cuenta del Banco Central. En tanto, el Gobierno realizó pagos a acreedores diversos por \$110 millones y el ICE canceló créditos al BCIE y al BID por \$54,5 millones.

El balance neto de las operaciones financieras del sector oficial conllevó a una reducción en el peso relativo del saldo de la deuda pública externa respecto al producto interno bruto en el 2004.

- b. Los flujos de capital privado continuaron siendo relevantes para financiar la brecha externa del país y representaron un 4,5% del producto interno bruto. En la composición de esos recursos predominaron los canalizados a la economía bajo la modalidad de inversión extranjera directa, los cuales constituyeron alrededor de un 70% del ahorro externo dirigido al sector privado residente.
- c. Los activos externos netos en poder del Banco Central de Costa Rica aumentaron \$81,8 millones. De esta forma, el saldo de las RIN (\$1.917,8 millones) resultó equivalente a 3,9 meses de las importaciones regulares y a 2,0 veces el saldo de la base monetaria

2.5. Política cambiaria

La pauta de ajuste diaria del tipo de cambio nominal aplicada por el Banco Central de Costa Rica en el 2004 se ubicó en quince céntimos en los primeros siete meses, incrementándose a diecisiete céntimos a partir de agosto, lo que conlleva a un aumento anual del precio del dólar y devaluación nominal del colón de 9,5% y 8,7%, respectivamente.

El Índice de Tipo de Cambio Efectivo Real Multilateral registró una apreciación real de 1,9% a noviembre del 2004, ubicándose en un nivel preliminar de 106,9. La apreciación real del colón en los primeros once meses del presente año tuvo su origen en un diferencial entre la inflación interna²¹ y externa que no fue compensado por el incremento del tipo de cambio nominal, toda vez que las monedas de los principales socios comerciales registraron una ganancia de poder adquisitivo con respecto al dólar de los Estados Unidos de 1,1%. Con base en cifras promedio, para el 2004 se estima más bien una depreciación en términos reales de la moneda nacional de un 1,0% con respecto al nivel medio del año previo.

²¹ Medida por el Índice de Precios al Productor Industrial con combustibles.

3. Estrategia de política y pronósticos

3.1. Objetivos del Programa Monetario 2005-2006

En el corto plazo la inflación está determinada por factores que afectan la oferta y la demanda agregadas, entre ellos la situación fiscal, el comportamiento de los agentes económicos en los procesos de formación de precios, eventos de la naturaleza y otros factores de índole externo como el precio de las materias primas importadas. En el mediano plazo se considera que la inflación es un fenómeno monetario, por lo que una expansión de la liquidez por sobre las necesidades reales de la economía crearía presiones sobre precios internos.

Si bien a mediados del 2004 el BCCR previó que la persistencia de perturbaciones de oferta ubicaría la inflación interna en torno al 11% (9% medida por el ISI), la magnitud y duración de los choques observados fueron mayores que lo previsto. Por tanto la convergencia de la inflación interna hacia las tasas que muestran nuestros principales socios comerciales se perfila más lenta y gradual. Esta situación unida a la incertidumbre en torno a la aprobación del Plan Fiscal por parte de la Asamblea Legislativa condicionan la política del Banco Central en su búsqueda por lograr en el mediano plazo inflaciones de un dígito y un déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos sostenible.

En este ejercicio se plantea como meta alcanzar en el 2005 una inflación en torno al 9%, medida por el Índice Subyacente de Inflación²², y alrededor del 10% tomando como referencia el Índice de Precios al Consumidor. Para el 2006 la meta es reducir aún más la inflación a cerca de un 8% medida por el ISI y a un 9% según el IPC.

Subsidiariamente, las acciones de política buscarán ubicar el déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos en un 4,2% del producto, porcentaje consistente con el financiamiento externo estimado para el 2005. En el 2006 se propone una disminución adicional en el déficit en cuenta corriente, con el fin de seguir reduciendo la vulnerabilidad externa.

3.2. Perspectivas para el bienio 2005-2006

- **Entorno internacional:**

Las proyecciones de los organismos internacionales para el 2005 y 2006 indican que el crecimiento de la producción mundial será de 4,3% y 3,3%, respectivamente, con una variación de los precios al consumidor promedio en ese bienio de 3,1%. La actividad económica para los principales socios comerciales de Costa Rica registrará en promedio un crecimiento del 3,0% en esos dos años.

La persistencia de los déficit fiscal y de balanza de pagos de los Estados Unidos, los precios del petróleo y materias primas relativamente altos, las expectativas

²² Indicador que está más relacionado con la política monetaria, por cuanto recoge presiones inflacionarias de demanda, devaluación y cambios en las expectativas de inflación por parte de los agentes económicos.

de más depreciación del dólar y los aumentos en las tasas de interés contribuirían al menor crecimiento mundial, en el bienio 2005-2006. A estos factores se suman el de la economía China que propicia un menor crecimiento para evitar los peligros de un sobrecalentamiento de la economía, así como la persistencia de los riesgos geopolíticos que, de materializarse, afectarían los mercados financieros y los flujos de capitales.

La economía de los Estados Unidos en el 2005 y 2006 crecería 3,5% y 3,0%, en ese orden, con un esfuerzo de reducción de los déficit fiscal y de balanza de pagos. Algunos organismos y especialistas señalan que la necesidad de ajuste de los déficit gemelos parece no ser urgente en la perspectiva actual, por lo que en el mediano plazo no se vislumbran variaciones fuertes en la cotización del dólar, toda vez que el alza en las tasas de interés y el boyante crecimiento económico contribuyen a estabilizar esta moneda.

La actividad económica de la Zona del Euro estaría creciendo 1,9% y 2,2% en el bienio 2005-2006, respectivamente. Los organismos internacionales señalan que la inversión y el gasto de las familias se fortalecerán en el 2005 debido a la política monetaria laxa y al mejor entorno externo. China e India liderarán el crecimiento de las economías asiáticas con tasas promedios de 6,5%, en tanto que Japón registraría tasas en torno al 2,0%.

La región latinoamericana, según los pronósticos de los organismos internacionales, crecerá en promedio 3,7% en el 2005 y 2006. No obstante, se señalan algunas vulnerabilidades relacionadas con la necesidad de refinanciar importantes montos de deuda en los próximos años que coincidan con la presencia de shocks externos negativos.

Finalmente, es importante señalar que las proyecciones económicas antes citadas están sustentadas en incrementos de 1,4 y 0,5 puntos porcentuales en las tasas de interés de corto plazo (Libor a seis meses) en los Estados Unidos y en precios del petróleo WTI en torno a los \$42 y \$40 el barril, ambos indicadores para el 2005 y 2006, en ese orden.

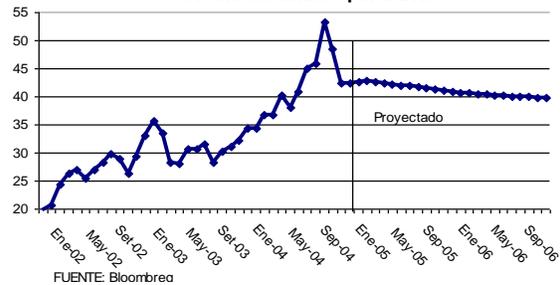
Gráfico 5

LIBOR en dólares a seis meses



Gráfico 6

**Petróleo Crudo WTI
Precio en dólares por barril**



- **Crecimiento económico interno y precios:**

Para el 2005 se prevé un crecimiento de la oferta agregada de un 1,8%, de lo cual destaca lo siguiente:

- a. De los dos agregados que conforman la OA, se estima que el PIB será el más dinámico, aunque a un menor ritmo que el observado en el 2004 (3,2%). La desaceleración del producto en este año se explica principalmente por un deterioro adicional de los términos de intercambio, por la desaceleración de la economía de Estados Unidos, y por un aumento proyectado en las tasas de interés reales internacionales y domésticas.

Las exportaciones de bienes y servicios, que en los últimos tres años se han constituido en el motor del crecimiento económico, continuarán siendo el elemento más dinámico de la demanda y de la determinación de la producción, aunque se espera se desaceleren cerca de dos puntos porcentuales medidos a precios constantes. El comportamiento lo explica en parte la moderación esperada del crecimiento de los Estados Unidos en los próximos dos años, así como la evolución particular de algunos de los bienes agrícolas entre ellos banano, piña, melón y otros productos agrícolas no tradicionales, que podrían afectarse por condiciones climáticas desfavorables (fenómeno El Niño), por el incremento de la competencia en los mercados internacionales y la permanencia de problemas de transporte marítimo debido a la falta de capacidad de la flota internacional y a los elevados fletes.

Por su parte, se espera que el volumen de ventas externas de bienes manufacturados mantenga un ritmo de incremento similar al observado durante el 2004, a lo cual contribuirá el aumento en las exportaciones de café, luego del fuerte descenso observado en el 2004, y las todavía elevadas tasas de crecimiento previstas para la producción de las zonas francas, excluida la IEAT y el perfeccionamiento activo, que se ubicarán en torno al 9%. La producción de servicios de exportación continuará aumentando a un ritmo elevado (7%), especialmente por la mayor generación de productos característicos de la actividad turística (hospedaje, servicios de alimentación, transportes, entre otros), en vista del mayor ingreso de turistas

Se prevé que la demanda interna prácticamente se estancará durante el 2005. Este resultado estará determinado por el descenso, por segundo año consecutivo, de la formación bruta de capital fijo (-1,7%) reforzado en esta ocasión por una menor acumulación de existencias especialmente por parte de la Industria Electrónica de Alta Tecnología; mientras que el consumo privado aminorará su ritmo de expansión en cerca de 0,6 puntos porcentuales (2,4%). Los factores que determinarán la moderación del gasto interno se asocian con el efecto del descenso en los términos de intercambio sobre el ingreso nacional disponible bruto (IND), el cual crecerá sólo un 2,8% en términos reales y con el impacto contractivo de la política monetaria, que incrementará las tasas de interés reales (pasivas y activas), lo cual desincentivaría la inversión y fomentaría el ahorro nacional; este último agregado se espera represente el 16,5% del ingreso nacional disponible (15,9% en el 2004), mientras que la inversión descenderá cerca de dos puntos porcentuales como porcentaje del IND (20,9%).

La proyección de un bajo crecimiento en la demanda interna es consistente con políticas monetaria y de gasto público restrictivas.

- b. Se prevé que el valor de las importaciones de bienes y servicios a precios constantes va a disminuir en un 1,0%. Este resultado estará determinado principalmente por el comportamiento de las compras de materias primas de la Industria Electrónica de Alta Tecnología, la cual logró acumular fuertes inventarios durante el 2004, por lo que se prevé disminuirá ostensiblemente sus compras de insumos (-25% en términos reales). El resto de las importaciones aumentará cerca de un 2,8% a precios constantes, porcentaje similar al observado durante el 2004 (2,3%), en respuesta al crecimiento de la producción de exportables y a un menor descenso de las compras externas de maquinaria y equipo.
- c. Aunque a tasas de crecimiento menores a las del 2004, se estima que la producción de servicios de telecomunicaciones, financieros, comunales, sociales y personales continuará aumentando y explicará en un 53% el crecimiento esperado del PIB.

Para el 2006, se proyecta un crecimiento aún menor en el producto interno bruto, debido, principalmente, al efecto rezagado de un menor crecimiento de la economía estadounidense. También contribuye a esta desaceleración, el efecto del aumento en tasas de interés domésticas e internacionales desde el 2004. Se supone, además, que los precios del petróleo se reducen levemente (\$2) en el 2006, por lo que los términos de intercambio se mantendrán en niveles similares a los proyectados para el 2005.

En lo que concierne al nivel de precios, la evolución descrita en la demanda por producto doméstico unida a una reducción importante en la tasa de inflación internacional, permitirán una reducción en la tasa de inflación doméstica en 2005 y 2006.²³ Estas proyecciones suponen una política monetaria restrictiva en ausencia de la aprobación de la reforma fiscal y una política cambiaria consistente con un tipo de cambio real constante.

- **Sector externo:**

El déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos se estima en 4,2% del PIB en el 2005; inferior al 4,8% registrado en el 2004. Este resultado está sustentado en los siguientes supuestos:

- a. Menor déficit comercial producto de una expansión de las ventas externas totales de 7,3% y de las importaciones de un 3% . El buen desempeño esperado de las exportaciones está sustentado en un aumento satisfactorio de las ventas de productos regulares (6,2%), tanto tradicionales como no tradicionales. En el primer grupo sobresale la mayor cotización prevista en el café y en los no tradicionales un comportamiento favorable tanto de los bienes agrícolas como del sector industrial. Adicionalmente, las ventas

²³ Se espera que los precios del petróleo y las materias primas crezcan, anualmente, mucho menos en el próximo bienio que en el 2004, lo que permitirá la reducción mencionada en la inflación internacional.

externas de los regímenes especiales de comercio exterior registrarán una expansión de 8,8%; en especial las empresas que operan en el régimen de Zonas Francas incluida la IEAT.

Aunque las importaciones regulares aumentarán 6,2%, tanto por el monto de la factura petrolera como del resto de bienes requeridos por el país; las compras externas de los regímenes especiales de comercio exterior serán menores en 4,2%, básicamente por la caída prevista en los requerimientos de materias primas de la IEAT. Para el 2005 se estima un precio del cóctel de hidrocarburos de \$50 por barril y las adquisiciones externas del Instituto Costarricense de Electricidad (ICE) se espera sean mayores en \$37 millones.

- b. Mayor aporte neto del rubro de servicios previsto en un 8% del PIB, explicado tanto por el aumento en el ingreso neto del turismo como de las actividades de apoyo empresarial y de informática e información. El turismo receptivo crecerá un 12% mientras las salidas de residentes un 5%.
- c. Incremento en el egreso neto de la renta de los factores de 1,6% como proporción del PIB; básicamente por la mayor actividad de la IEAT. Este resultado compensará en parte la mejora prevista en la balanza comercial asociada a la actividad de alta tecnología.

Por su parte, los flujos netos de capital se proyectan más bajos en el 2005 que en el 2004, tanto en el caso de los canalizados al sector oficial como privado. Sin embargo, el ahorro externo bajo la modalidad de inversión extranjera directa continuará contribuyendo a financiar buena parte del déficit de la cuenta corriente y constituirá alrededor de un 70% del financiamiento externo disponible para el país. A pesar de la caída prevista en el déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos, el saldo de las reservas monetarias internacionales no aumentará debido a que están previstas menores entradas por concepto de financiamiento externo para el sector público.

Para el 2006 el déficit de cuenta corriente continuará reduciéndose y se ubicará en alrededor 3,8%, en un contexto de una política monetaria restrictiva, aceptable desempeño de las exportaciones de bienes y servicios y menor inflación importada. Este resultado es considerado factible, a pesar de la previsión de un entorno internacional menos dinámico y con tasas de interés externas más altas. Al respecto, es importante destacar lo siguiente:

- En la mejora en el déficit de la cuenta corriente influirá el menor desbalance en el intercambio de bienes y el mayor superávit en los servicios. Se estima un buen comportamiento de las ventas de mercancías regulares, tanto tradicionales como no tradicionales y de las empresas ubicadas en los regímenes especiales de comercio exterior, en particular, de la IEAT. En tanto, la política monetaria restrictiva aunada a tasas de interés internacionales más altas e inflación importada más baja, propiciarán un menor dinamismo en el valor de las compras externas.
- El aporte neto de los servicios continuará atenuando el déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos y representará cerca de un 8% con respecto al PIB. Tanto el turismo como las actividades de apoyo

empresarial y de informática e información, contribuirán en forma importante al mayor dinamismo previsto en los servicios.

- Los flujos netos de capital serán ligeramente superiores a los observados en el 2005 y concentrados en el sector privado, dada la reducción prevista en los canalizados al sector público. En efecto, el flujo neto de ahorro externo privado representará alrededor de un 4% como proporción del producto interno bruto, principalmente bajo la modalidad de IED que constituirá cerca de 68% del financiamiento externo disponible para el país.
- Como consecuencia del menor desbalance en el sector real de la balanza de pagos y el acceso previsto al ahorro externo en el 2006 las Reservas Internacionales Netas aumentarán en alrededor de \$50 millones.

En síntesis, se estima que en el bienio 2005-2006 será posible reducir muy significativamente el desequilibrio externo. Sin embargo, la previsión de menores entradas de recursos externos principalmente hacia el sector oficial conllevará a un aumento de reservas monetarias internacionales de apenas unos \$50 millones en ese lapso.

- **Sector Público:**

El panorama del sector fiscal para el año 2005 es bastante incierto. Por un lado, luego de casi dos años de discusión en la Asamblea Legislativa del proyecto de ley Pacto Fiscal y Reforma Fiscal Estructural, aún existen dudas acerca del futuro de dicha iniciativa. Por otra parte, dado que el 2005 es un año preelectoral, son esperables presiones que lleven a un mayor gasto, a pesar de que, la posición del Gobierno es mantener la política de control de gasto que ha aplicado en los dos últimos años.

Por el lado de las instituciones, se espera que el ICE tenga un mejor resultado, debido a que en el presente año dicha entidad enfrentó gastos considerables por inversiones realizadas a finales del 2003, situación que presumiblemente no ocurriría en el 2005. En el caso de la RECOPE, la magnitud y dirección de su resultado financiero dependerá de lo que ocurra con el precio internacional del petróleo, variable cuya evolución es de difícil pronóstico.

En el caso del Banco Central, se espera que el déficit se mantenga respecto al PIB (1,3%). Lo anterior por cuanto el efecto del incremento en los ingresos por sus activos de reserva (por efecto cantidad y precio) sería compensado por los mayores gastos asociados a la gestión monetaria. Asimismo, en ese comportamiento del estado de resultados influye la capitalización de la Institución de parte del Gobierno realizada en el 2004, toda vez que contribuyó a que la relación de pasivos con costo a activos rentables pasara de un 1,5 en diciembre 2003 a 1,2 un año después.

Conforme a lo anterior, se estima que el déficit del sector público global se ubicará en un nivel equivalente a 3,9% del producto interno bruto, porcentaje similar al estimado para el cierre del 2004.

3.3. *Medidas de política*

Para el bienio 2005-2006 se espera que la demanda por billetes y monedas que presenten los agentes económicos crezca a una tasa anual en torno al 10,3%. Dado el comportamiento previsto para el resto de las variables, el Banco Central procurará alcanzar los objetivos planteados con los siguientes instrumentos de política.

- a. La tasa de encaje mínimo legal para obligaciones en moneda nacional y extranjera se mantendrá en 12%.
- b. Las operaciones de mercado abierto continuarán siendo el principal instrumento de control monetario. En torno a este instrumento es necesario tener presente lo siguiente:
 - El Banco Central seguirá un esquema flexible en su política de tasas de interés, considerando para ello las condiciones del mercado doméstico así como el comportamiento de las tasas de interés en los mercados externos, a fin de ofrecer al ahorrante un rendimiento atractivo en operaciones denominadas en colones.
 - El Banco Central realizará una subasta de títulos a seis meses plazo una vez al mes, en procura de mejorar la transmisión de las acciones de política monetaria.
- c. Renovará los vencimientos de Certificados de Depósito a Plazo en dólares que se presenten en el período. En el 2005 vencen \$186,8 millones y en el 2006 \$205 millones.
- d. Por último, de manera consistente con la política monetaria, el Banco Central procurará mantener una política cambiaria neutral, de forma tal que no se generen depreciaciones ni apreciaciones reales con respecto al cierre del 2004.

Para ejecutar su política monetaria los instrumentos con que cuenta el Banco Central son la tasa de interés, el encaje mínimo legal y el tipo de cambio y los niveles que alcancen estos instrumentos dependerán de los resultados que vayan mostrando las distintas variables macroeconómicas durante los años 2005 y 2006.

Cuadro 4
Principales resultados macroeconómicos

| | 2003 | | 2004 | | Programa | |
|---|-----------|-------------|------------|-----------|------------|--|
| | Observado | PM revisión | Preliminar | 2005 | 2006 | |
| Producto Interno Bruto | | | | | | |
| Real | 6,5% | 3,9% | 4,2% | 3,2% | 2,7% | |
| Nominal | 15,1% | 14,9% | 15,6% | 14,6% | 12,0% | |
| Deflator implícito | 8,0% | 10,6% | 10,9% | 11,0% | 9,1% | |
| PIB nominal (millones ₡) | 6.970.815 | 7.981.273 | 8.055.488 | 9.229.169 | 10.339.310 | |
| Inflación (variación anual) | | | | | | |
| Medida con IPC | 9,9% | 11,0% | 13,1% | 10,0% | 9,0% | |
| Medida con ISI | 8,9% | 9,7% | 11,0% | 9,0% | 7,9% | |
| Balanza de Pagos (millones \$) | | | | | | |
| Cuenta corriente (%PIB) | -5,3% | -5,0% | -4,8% | -4,2% | -3,8% | |
| Cuenta comercial (%PIB) | -8,8% | -9,9% | -10,9% | -9,2% | -8,4% | |
| Renta (%PIB) | -4,9% | -3,8% | -2,6% | -4,2% | -4,8% | |
| Cambio RIN de BCCR | 341 | (200) | 82 | 0 | 50 | |
| Cuenta de Capital y financiera | 1.270 | 715 | 971 | 808 | 823 | |
| Sector Público | 319 | 45 | 139 | 18 | (14) | |
| Sector Privado | 951 | 671 | 833 | 791 | 837 | |
| Sector Monetario (variación anual) | | | | | | |
| Agregados Monetarios | | | | | | |
| Emisión | 10,2% | 10,7% | 0,9% | 10,3% | 10,2% | |
| Medio Circulante | 17,9% | 15,5% | 3,1% | 13,5% | 12,2% | |
| Liquidez total a/ | 13,4% | 15,2% | 29,3% | 9,5% | 9,6% | |
| Crédito sector privado a/ | 13,6% | 12,5% | 12,0% | 11,0% | 10,3% | |
| Sector Público Global Reducido (% PIB) | | | | | | |
| Déficit combinado | 4,3% | 3,9% | 3,9% | 3,9% | 4,0% | |
| Gobierno | 2,9% | 3,0% | 3,0% | 3,0% | 3,0% | |
| Resto SPNF (superávit) | -0,2% | -0,5% | -0,4% | -0,4% | -0,4% | |
| BCCR | 1,6% | 1,4% | 1,3% | 1,3% | 1,4% | |

a/ Estas tasas de variación excluyen el efecto cambiario.

ANEXO 1

Cuadro 1. Cuadro resumen de las variables monetarias Sistema Bancario Nacional

| | Saldos en millones de colones | | | Como porcentaje M3, dic. 2003 | Como porcentaje M3, dic. 2004 ^{1/} | Tasas de crecimiento interanual (en %) | |
|--------------------------------------|-------------------------------|-----------|-----------|--|--|---|--------|
| | 2002 | 2003 | 2004 | | | 2003 | 2004 |
| M1 | 596.199 | 703.201 | 724.697 | 26,0 | 19,9 | 17,9 | 3,1 |
| Numerario poder público | 171.807 | 188.849 | 213.503 | 7,0 | 5,8 | 9,9 | 13,1 |
| Depósitos cuenta corriente | 424.392 | 514.352 | 511.194 | 19,0 | 14,0 | 21,2 | (0,6) |
| M2 - M1 (otras obligac. en colones) | 680.035 | 812.377 | 1.094.203 | 30,0 | 30,0 | 19,5 | 34,7 |
| Ahorro a la vista | 171.182 | 192.221 | 253.580 | 7,1 | 6,9 | 12,3 | 31,9 |
| Depósitos a plazo | 429.363 | 524.830 | 709.951 | 19,4 | 19,4 | 22,2 | 35,3 |
| Otras | 79.491 | 95.327 | 130.671 | 3,5 | 3,6 | 19,9 | 37,1 |
| M2 | 1.276.234 | 1.515.578 | 1.818.899 | 56,0 | 49,8 | 18,8 | 20,0 |
| M3 - M2 (obligac. moneda extranjera) | 1.007.590 | 1.189.925 | 1.831.662 | 44,0 | 50,2 | 18,1 | 53,9 |
| Depósitos cuenta corriente | 197.134 | 268.207 | 423.517 | 9,9 | 11,6 | 36,1 | 57,9 |
| Depósitos ahorro a la vista | 199.748 | 254.841 | 387.603 | 9,4 | 10,6 | 27,6 | 52,1 |
| Depósitos a plazo | 550.971 | 587.252 | 911.326 | 21,7 | 25,0 | 6,6 | 55,2 |
| Otras | 59.738 | 79.626 | 109.217 | 2,9 | 3,0 | 33,3 | 37,2 |
| M3 | 2.283.824 | 2.705.504 | 3.650.562 | 100,0 | 100,0 | 18,5 | 34,9 |
| Activos internos netos | 2.166.139 | 2.448.001 | 3.157.084 | 90,5 | 86,5 | 13,0 | 29,0 |
| Crédito al sector privado | 1.541.280 | 1.848.265 | 2.173.819 | 68,3 | 59,5 | 19,9 | 17,6 |
| Crédito al sector público | 341.367 | 457.051 | 758.342 | 16,9 | 20,8 | 33,9 | 65,9 |
| BEM e ICP (excluye bancos) | 386.634 | 633.616 | 523.026 | 23,4 | 14,3 | 63,9 | (17,5) |
| Otras cuentas AIN | 670.126 | 776.301 | 747.949 | 28,7 | 20,5 | 15,8 | (3,7) |
| Activos externos netos | 117.685 | 257.503 | 493.478 | 9,5 | 13,5 | 118,8 | 91,6 |
| Reservas Internacionales Netas | 490.107 | 623.890 | 772.664 | 23,1 | 21,2 | 27,3 | 23,8 |
| Endeudamiento externo MyLP | 372.422 | 366.387 | 279.186 | 13,5 | 7,6 | (1,6) | (23,8) |

1/ Información de bancos al 17/12/2004, las cuentas en dólares se valoran al tipo de cambio de fin de mes.